

# UBS House View

## Monthly Letter

22 février 2018

Chief Investment Office GWM  
Analyse financière indépendante

### Un calme relatif

Le pire semble être passé en matière de volatilité, les positionnements extrêmes des investisseurs ont été dénoués et le VIX est proche de sa moyenne à long terme.

### Un contexte solide

Le contexte économique demeure globalement inchangé et positif, avec une croissance robuste et une bonne progression des bénéfices des entreprises. Nous ne pensons pas que la récente vague de ventes annonce un repli plus durable des marchés boursiers.

### Une nouvelle dynamique

Les espoirs d'une croissance plus soutenue sont désormais concurrencés par les craintes d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. Un retour au calme anormal que l'on a connu est peu probable et les corrélations entre les obligations et les actions devraient être moins linéaires dans cette nouvelle phase.

### Allocation d'actifs

Le marché actuel recèle toujours des opportunités et nous ajoutons un certain nombre de positions dans notre allocation d'actifs tactique, mais nous nous préparons aussi à faire face au nouvel environnement en achetant une option de vente sur le S&P 500.



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

 **Suivez-moi sur LinkedIn**  
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

 **Suivez-moi sur Twitter**  
[twitter.com/UBS\\_CIO](https://twitter.com/UBS_CIO)

## Vers des eaux plus agitées

Les investisseurs qui ont gardé leur calme, sont restés investis et ont procédé à un rééquilibrage durant la récente correction devraient être récompensés au cours d'un mois qui a mis en évidence la difficulté, et les coûts potentiels, de toute tentative d'anticiper l'évolution du marché. A la pire semaine depuis 2016 a succédé la meilleure semaine depuis 2015 et les actions mondiales ne sont plus désormais qu'à 5% de leurs pics historiques. Les investisseurs qui ont vendu plus de trois semaines trop tôt et racheté plus d'une semaine trop tard seraient toujours moins bien lotis qu'un investisseur misant sur le long terme.

L'accalmie sur les marchés, notamment le retour de l'indice de volatilité VIX à sa moyenne à long terme, suggère que les positionnements extrêmes des investisseurs ont été dénoués, ce qui devrait rendre les marchés plus résistants. A noter que le contexte économique demeure globalement inchangé et positif. La croissance est solide – les indices des directeurs d'achat dans le secteur des services ont atteint ce mois des sommets inédits depuis des années aux Etats-Unis et en Chine. Les bénéfices des entreprises ont affiché une hausse d'environ 15% au quatrième trimestre, le rythme de croissance le plus élevé depuis 2011, et nous prévoyons une croissance bénéficiaire de l'ordre de 13% pour les actions mondiales en 2018. De plus, la relative stabilité des écarts de crédit suggère que la récente vague de ventes sur le marché boursier ne devrait pas nuire à la croissance de l'économie réelle.

Selon nous, les marchés poursuivront leur reprise, une situation dont les investisseurs devraient tirer profit pour chercher des opportunités. Pour notre part, nous ajoutons un certain nombre de nouvelles positions à notre allocation d'actifs tactique mondiale, notamment une surpondération des obligations d'Etat des marchés émergents en dollars (USD) par rapport aux obligations de haute qualité, des bons du Trésor américain à 10 ans par rapport aux liquidités, de l'euro par rapport à l'USD, de la livre sterling par rapport au franc suisse et du yen japonais par rapport au dollar néo-zélandais, ainsi qu'une sous-pondération des obligations d'Etat japonaises à 10 ans par rapport aux liquidités. Le moment

Nous avons conscience que nous voguons vers des eaux plus agitées.

Nous jugeons prudent de sacrifier potentiellement une partie de nos rendements escomptés pour renforcer la stabilité du portefeuille.

est en outre opportun pour l'ensemble des investisseurs de revoir leurs portefeuilles et de rééquilibrer leurs positions en actions au regard de leurs objectifs d'allocation d'actifs stratégique.

Cependant, si le pire semble être passé en termes de volatilité, nous sommes conscients que nous naviguons vers des eaux plus agitées, dans lesquelles les craintes d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt pourraient concurrencer, voire l'emporter sur les espoirs d'une croissance plus forte. Ainsi, si nous entrevoyons toujours des opportunités sur le marché actuel, nous nous préparons aussi à faire face au nouvel environnement en protégeant une partie de nos positions en actions par l'achat d'une option de vente de 10% hors de la monnaie sur le S&P 500, une position que nous pourrions compléter au fil des mois à venir afin de diversifier nos prix d'exercice.

Dans le cas où notre scénario de base d'une faible hausse de l'inflation, de relèvements mesurés des taux d'intérêt par la Fed (un par trimestre), et de hausse des marchés boursiers se concrétiserait, cette position ne sera vraisemblablement pas rentable. Nous jugeons toutefois prudent de sacrifier potentiellement une partie de nos rendements escomptés en vue de renforcer la stabilité du portefeuille si les craintes d'une hausse des taux d'intérêt continuent d'impacter les marchés.

### Retraçons le déroulement de la vague de ventes

Après 404 jours sans un repli de plus de 5%, soit la plus longue période depuis les années 50, les marchés étaient mal positionnés pour faire face à un choc début février. Les données faisant état d'une croissance salariale plus élevée que prévu aux Etats-Unis ont entraîné une hausse des rendements des obligations d'Etat, et déclenché une série d'événements qui ont conduit à un important dénouement des positions des investisseurs. Les stratégies visant un niveau précis de volatilité ont été contraintes de réduire les positions en actions du fait de l'envolée de la volatilité mesurée, celles prenant des positions courtes dans l'indice de volatilité VIX ont dû se couvrir contre la hausse de la volatilité, et de nombreuses stratégies de suivi des tendances ont réduit les allocations aux actions suite aux fluctuations des cours. Les actions américaines ont affiché une baisse de 10,2% entre les niveaux maximum et minimum entre le 26 janvier et le 8 février, et l'indice VIX de la volatilité implicite a atteint 50 (voir fig. 1), son plus haut niveau depuis plus de deux ans.

**Fig. 1: pic de volatilité sur les marchés boursiers en février**

Indice VIX CBOE de la volatilité implicite du S&P 500, pics intrajournaliers



Source: Thomson Reuters, UBS WM CIO, au 19 février 2018

Les effets de richesse négatifs de la récente vague de ventes semblent limités.

Nous considérons le récent repli comme une occasion pour les investisseurs d'accroître leurs positions.

Les positions excessivement longues en actions sont à présent largement dénouées et les acheteurs font leur réapparition sur le marché. Selon nos estimations, les positions longues en actions dans les hedge funds de suivi des tendances (CTA), qui s'inscrivaient au 99<sup>e</sup> centile depuis 2008 avant la vague de ventes, pointent désormais au 28<sup>e</sup> centile. Les fonds de placement en actions ont subi les plus importants désinvestissements jamais enregistrés durant la semaine de ventes massives (30,6 milliards d'USD). De plus, la fin de la période de publication des résultats permet aux acheteurs de revenir sur le marché – les rachats se situent désormais à un plus haut depuis le début de l'année de 170,8 mrd d'USD.

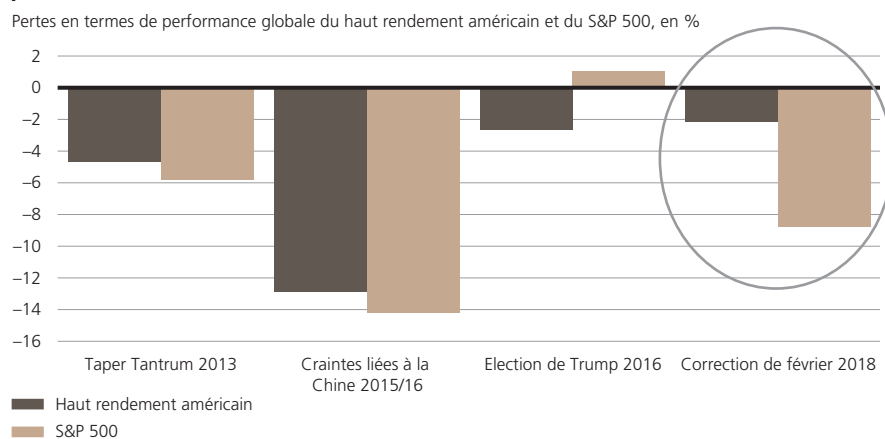
Les effets de richesse négatifs semblent limités: l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan est remonté en février, les sondages suggérant que la perception positive de la réforme fiscale éclipse la baisse des cours des actions. Dans le dernier sondage, des allusions négatives aux cours des actions ont été faites spontanément par 6% des consommateurs seulement, alors que 35% des sondés portaient un jugement favorable sur la politique gouvernementale – le plus haut niveau enregistré depuis plus de 50 ans.

Il est en outre rassurant que l'agitation soit restée relativement confinée aux marchés boursiers. L'indice de volatilité JPMorgan FX n'a progressé que légèrement, passant de 8,4 le 5 février à 9,1 le 9 février – toujours en dessous de sa moyenne à 25 ans de 10,2. De même, l'indice MOVE, qui mesure la volatilité des obligations, a atteint un pic de 71 le 9 février, un niveau nettement inférieur à sa moyenne à 25 ans de 94. Aucun signe de tensions sur les marchés interbancaires – l'écart TED, qui mesure la prime requise pour assumer le risque de crédit bancaire, a d'ailleurs diminué durant la correction des actions. On n'observe pas davantage de creusement significatif des écarts de crédit. Le coût d'assurance des obligations investment grade en USD à 5 ans contre le risque de défaillance a grimpé, passant de 48 pb par an environ à un pic de 60 pb pendant la vague de ventes – un niveau nettement en deçà de la moyenne de 78 pb enregistrée depuis 2011. Quant aux écarts du haut rendement en USD, ils ont gagné 46 pb, moitié moins que ce à quoi on pourrait s'attendre compte tenu de l'ampleur des ventes sur le marché boursier (voir fig. 2).

### A l'affût d'opportunités

Les positions extrêmes ayant été largement dénouées, les signes d'un impact sur la croissance étant limités et l'effet de contagion à d'autres classes d'actifs demeurant faible, nous considérons le récent repli comme une occasion pour les

**Fig. 2: les pertes de crédit ont été moins importantes que lors des chocs précédents**



investisseurs d'accroître leurs positions. Pour tirer parti de la situation, nous procédons à quelques ajustements dans notre allocation d'actifs tactique:

Nous surpondérons les obligations d'Etat des ME en USD face aux obligations de haute qualité.

*Surpondération des obligations d'Etat des marchés émergents en USD par rapport aux obligations de haute qualité.* Les écarts se sont élargis à 284 pb, contre environ 260 pb avant la vague de ventes, alors même que le contexte positif pour les marchés émergents n'a guère évolué. Les indices des directeurs d'achat sont orientés à la hausse, l'inflation est généralement faible et stable, et la qualité de crédit globale s'améliore, seuls 14% des émetteurs étant touchés par une détérioration des notes de crédit.

Nous surpondérons l'euro face au dollar américain.

*Surpondération de l'euro par rapport au dollar américain.* Le billet vert a rapidement repris son évolution à la baisse après s'être brièvement apprécié lors des ventes massives et cette tendance devrait selon nous se poursuivre face à l'euro. Aux Etats-Unis, les déficits croissants, tant budgétaire que de la balance courante, devront être financés et cela pourrait nécessiter un dollar meilleur marché. Les engagements nets atteignent aujourd'hui un niveau record de 40% du PIB américain et nous estimons que, pour stabiliser la situation, une dépréciation (générale) de 6 à 10% à moyen terme serait nécessaire. L'USD demeure par ailleurs surévalué par rapport à l'euro sur la base de la parité du pouvoir d'achat, que nous évaluons à 1,28.

Nous surpondérons la livre sterling face au franc suisse.

*Surpondération de la livre sterling par rapport au franc suisse.* Le franc suisse s'est apprécié par rapport à la livre sterling, les investisseurs cherchant refuge dans la monnaie helvétique. Dorénavant, l'attention devrait se recentrer sur l'amélioration de l'économie britannique. La croissance du PIB s'est accélérée durant chacun des quatre derniers trimestres et la Banque d'Angleterre a fait montre d'une volonté croissante de relever les taux d'intérêt. Le Brexit reste un élément de risque, mais l'incertitude semble se dissiper dans le milieu des affaires. Quant à la demande de franc suisse en tant que valeur refuge, elle devrait diminuer dans un environnement économique mondial toujours robuste.

Nous surpondérons le yen japonais face au dollar néo-zélandais.

*Surpondération du yen japonais par rapport au dollar néo-zélandais.* Nous voyons un potentiel haussier pour le yen japonais étant donné la sous-évaluation de la monnaie alors même que la croissance du pays est solide et que l'inflation augmente. Pour sa part, le dollar néo-zélandais pourrait faire l'objet de désinvestissements en cas de hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ou ailleurs. Le risque pour le NZD est accru par le fléchissement que connaît actuellement l'économie du pays – en 2018, la Nouvelle-Zélande devrait subir un ralentissement conjoncturel plus marqué que n'importe quel autre pays du G10.

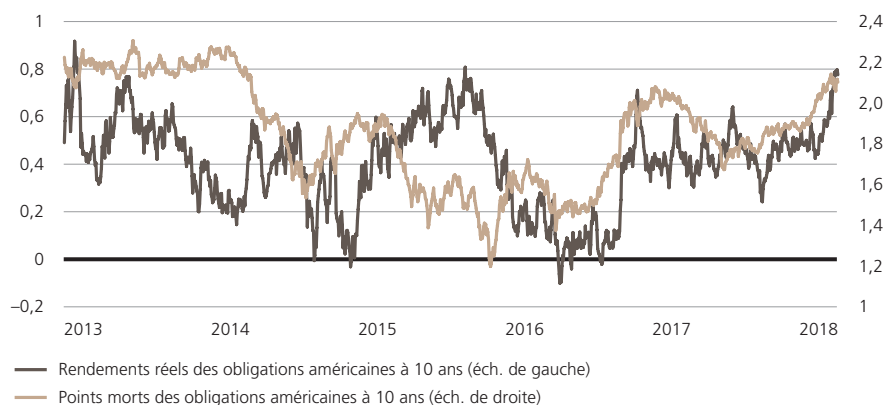
Nous surpondérons les bons du Trésor américain à 10 ans.

*Surpondération des bons du Trésor américain à 10 ans par rapport aux liquidités.* Après une hausse de 80 pb au cours des cinq derniers mois, l'essentiel du potentiel haussier des rendements américains à 10 ans paraît épuisé, ce qui devrait constituer un point d'entrée intéressant pour acheter des bons du Trésor. Les rendements réels se situent vers le haut de leur fourchette de négoce depuis 2013 et les points morts de l'inflation sont proches de l'objectif de 2% de la Fed (voir fig. 3). Cela signifie que, pour obtenir des rendements plus élevés, le marché devrait revoir à la hausse ses prévisions de croissance à long terme, modifier son opinion de la politique de la Fed, commencer à exiger une compensation beaucoup plus importante pour détenir des actifs à long terme compte tenu du degré élevé d'incertitude, ou miser sur le fait que la Fed laissera l'inflation dépasser durablement son objectif.

Même si les perceptions négatives à l'égard du creusement du déficit budgétaire américain sont un risque qui pourrait faire grimper les primes d'échéance, la stabilité des tendances de la productivité à long terme, la demande constante d'actifs à revenu fixe de la part d'acheteurs institutionnels comme les banques et les caisses de

**Fig. 3: les prévisions inflationnistes et les rendements réels ont flirté avec la limite supérieure de leur récente fourchette**

Etats-Unis: rendements réels à 10 ans et points morts à 10 ans, en %



Source: Bloomberg L.P., UBS WM CIO, au 19 février 2018

pension, et la continuité à la tête de la Fed, nous incitent à penser que de nouvelles hausses des rendements ne seraient sans doute pas justifiées par les fondamentaux. Avec un carry et un roll down de l'ordre de 1,6% l'an prochain, les rendements devraient augmenter de quelque 20 pb pour que cette position ne soit pas rentable.

Nous sous-pondérons les obligations d'Etat japonaises à 10 ans.

*Sous-pondération des obligations d'Etat japonaises à 10 ans par rapport aux liquidités.* Depuis fin 2016, la Banque du Japon (BoJ) a mis en œuvre une politique de «contrôle de la courbe des taux», plafonnant efficacement le rendement à 10 ans, dans le cadre de ses efforts pour doper l'inflation. Cependant, l'inflation sous-jacente est désormais appelée à s'accélérer fortement de 0,9% en rythme annuel aujourd'hui à 1,3% d'ici la fin de 2018, et 2,1% d'ici la fin de 2019. La BoJ évaluant la politique monétaire d'après le taux réel et non d'après le taux nominal, elle doit relever le plafond des rendements pour éviter que l'inflation n'induisse une politique monétaire encore plus accommodante. Selon nous, le plafond sera relevé d'environ 25 pb d'ici la fin de l'année. Même si la hausse anticipée des rendements est faible, le potentiel baissier de la position nous semble limité : il est très improbable que la BoJ veuille abaisser les taux dans le contexte économique actuel, et le coût d'une réduction des positions courtes en obligations d'Etat japonaises est très bas – nous estimons le coût total du carry et du roll down à seulement six points de base par an.

Nous clôturons notre surpondération dans les obligations des marchés émergents en monnaie locale par rapport aux obligations de haute qualité.

*Nous clôturons notre surpondération dans les obligations des marchés émergents en monnaie locale par rapport aux obligations de haute qualité.* La position se comporte bien depuis le début, avec une hausse de plus de 8%. A ce stade, les perspectives de rendement sont moins attrayantes. Après une augmentation de 4%, le potentiel haussier à court terme a diminué pour les monnaies des marchés émergents. Plus important encore peut-être, le potentiel de nouvelle compression des écarts par rapport aux obligations de haute qualité en USD est limité, les écarts se situant à leur plus bas niveau depuis 2008. Nous préférons nous exposer aux obligations des marchés émergents à travers notre nouvelle position en obligations souveraines des marchés émergents en USD.

Nous liquidons notre surpondération de la paire SEK/NOK.

*Nous liquidons notre surpondération de la paire SEK/NOK.* L'inflation suédoise n'a pas dépassé l'objectif de 2% de la Riksbank ces derniers mois et elle devrait selon nous rester modérée, ce qui rend plus difficile un relèvement des taux par la banque centrale. En Norvège, la dynamique économique a été stimulée par la stabilisation des cours du pétrole et le PMI manufacturier norvégien s'établit à 59 en janvier, signe d'une forte expansion. Il est donc peu probable que cette position présente un important potentiel haussier ces prochains mois.

Nous maintenons la surpondération des actions mondiales, des actions des ME et de certaines monnaies. Nous maintenons également la surpondération des actions de la zone euro et du dollar canadien.

**Positions existantes.** Nous maintenons notre surpondération des actions mondiales. Nous tablons sur une croissance bénéficiaire de l'ordre de 13% pour les actions mondiales et, suite au récent repli du marché, les marchés mondiaux affichent un PER de 17,7x, inférieur à la moyenne sur 30 ans de 18,3x. Nous détenons des positions surpondérées en actions des marchés émergents et dans un choix de monnaies (réal brésilien, roupie indienne, rouble russe et livre turque). Ces derniers temps, l'environnement économique caractérisé par une solide croissance mondiale, la hausse des prix des matières premières mais un billet vert en baisse, est particulièrement favorable aux marchés émergents et l'on relèvera la surperformance des actions émergentes par rapport aux actions américaines durant la récente correction. Sinon, nous maintenons la surpondération des actions de la zone euro par rapport aux actions britanniques, dans l'attente d'une croissance bénéficiaire plus solide dans la zone euro qui soutiendra la surperformance relative, alors que la reprise de la livre sterling pourrait peser sur les bénéfices au Royaume-Uni (70% des revenus du FTSE 100 sont en effet générés à l'étranger), et nous surpondérons le dollar canadien par rapport au dollar américain car nous pensons que le marché sous-estime la trajectoire de relèvement des taux de la Banque du Canada.

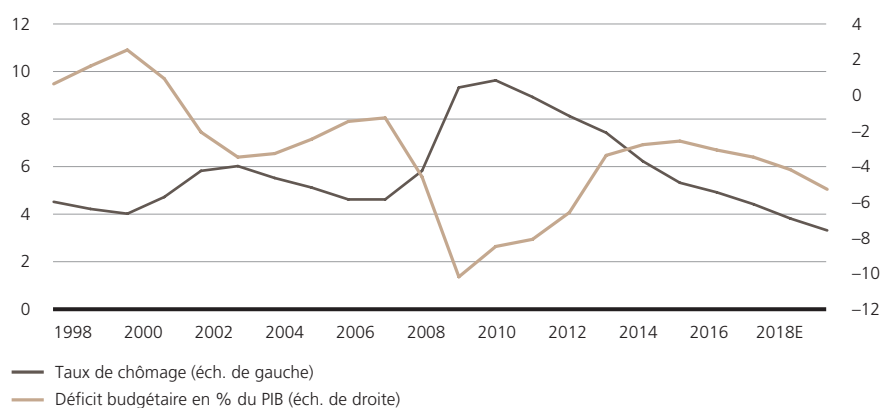
### Gérer la nouvelle dynamique du marché

Nous ne pensons pas que la récente vague de ventes annonce une période de ralentissement de la croissance économique, ni un repli plus durable des marchés actions. Dans une phase de croissance bénéficiaire solide au niveau mondial, nous sommes conscients des coûts potentiels de toute tentative d'anticiper l'évolution du marché, comme l'a montré le rapide rebond intervenu ce mois après les ventes massives. Notre allocation d'actifs tactique reste favorable au risque.

Néanmoins, les Etats-Unis ne vont pas tarder à se retrouver avec des déficits budgétaires annuels de 1000 mrd d'USD (qui vont encore augmenter) alors que le chômage n'est que de 4,1% (voir fig. 4). Il y a donc une possibilité non négligeable que l'inflation augmente plus rapidement et que la Fed adopte un ton plus agressif que les marchés ne le prévoient actuellement. L'environnement idyllique caractérisé par une faible inflation, des taux d'intérêt bas et les liquidités abondantes des banques centrales a manifestement soutenu la valeur des actifs, et les investisseurs devraient donc être plus sensibles aux signes indiquant que cette situation touche peut-être à sa fin. Dès lors, même si les événements du mois écoulé ne marquent pas un revirement, ils pourraient suggérer le début d'une nouvelle phase dans le cycle du marché, dans laquelle les craintes d'une hausse des taux d'intérêt concurrenceraient, voire l'emporteraient sur les espoirs d'une croissance plus forte.

**Fig. 4: augmentation du déficit même lorsque le chômage baisse**

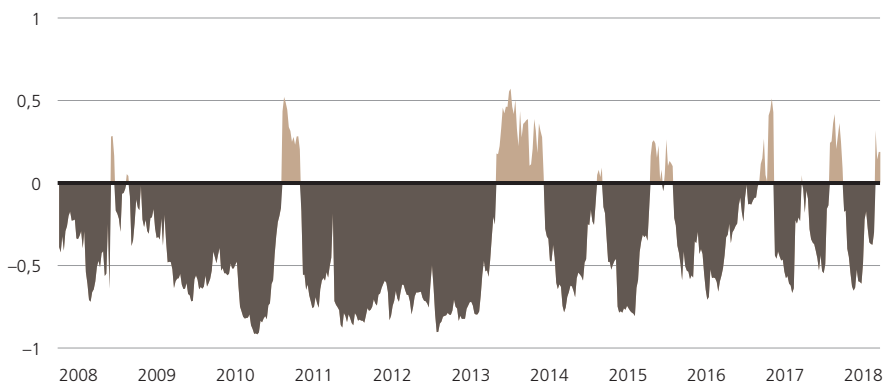
Taux de chômage aux Etats-Unis en % et solde budgétaire des administrations publiques en % du PIB



Source: UBS, au 19 février 2018

**Fig. 5: les corrélations entre les cours des actions et des obligations sont repassées en territoire positif**

Corrélation en glissement sur 13 semaines entre le S&P 500 et les bons du Trésor américain à 10 ans



Source: Bloomberg L.P., UBS WM CIO, au 19 février 2018

Dans cette nouvelle phase, les corrélations obligations-actions seront sans doute plus erratiques.

Dans cette nouvelle phase, les corrélations obligations-actions seront sans doute plus erratiques (voir fig. 5). Ce phénomène a été illustré lors de la récente vague de ventes: normalement, lorsque les actions baissent, on peut s'attendre à une hausse des obligations de haute qualité; cette fois-ci, elles ont perdu de la valeur.

Dans un marché où les fondamentaux sont bons mais où règne une incertitude croissante, nous devons nous méfier des risques potentiels d'une mauvaise anticipation de l'évolution du marché tout en cherchant d'autres moyens de protéger les portefeuilles que la classique diversification obligations-actions. Par conséquent, tout en conservant globalement une approche favorable au risque et en renonçant à réduire nos positions existantes, nous prenons une option de vente de 10% hors de la monnaie sur le S&P 500, ce qui devrait contribuer à stabiliser les portefeuilles durant les périodes où les marchés cessent de viser une croissance plus soutenue pour laisser la place aux craintes d'une hausse de l'inflation et/ou d'un durcissement de la politique. Nous prévoyons également une bonne performance de notre surpondération du yen japonais par rapport au dollar néo-zélandais en cas de fléchissement du marché – le yen joue traditionnellement un rôle de valeur refuge en période de tensions sur le marché, rôle qu'il a d'ailleurs tenu lors de la récente vague de ventes, où il s'est apprécié de 2,4% sur une base pondérée des échanges.

Souhaitant diversifier nos prix d'exercice, diminuer l'exposition à la dégradation avec le temps et réduire potentiellement le coût d'achat d'une protection (il faut généralement compter quelques mois pour que les cours des options se normalisent après une vague de ventes), nous achetons dans un premier temps une protection couvrant seulement 3% de l'ensemble du portefeuille, laquelle pourrait être renforcée par la suite. Si nous avons choisi de mettre en œuvre la position sur le S&P 500, ce n'est pas parce que nous avons une opinion particulièrement négative du marché américain, mais parce que le marché des options du S&P 500 est le plus liquide du monde et que l'indice est un bon indicateur des actions mondiales (les actions américaines représentent 52% des actions mondiales).

#### Un événement négligeable

William Dudley, président de la Federal Reserve Bank of New York, a qualifié la baisse du marché boursier d'«événement négligeable», laissant entendre que la volatilité accrue ne préoccupe nullement la Fed. Au vu de la reprise qui a suivi le creux, cette baisse est d'autant plus insignifiante. Nous sommes cependant conscients que le plus petit événement peut se révéler difficile à digérer si l'on n'y



est pas préparé. Aussi, tout en étant à l'affût d'éventuelles opportunités après la vague de ventes, nous préparons-nous aussi à faire face à des marchés plus turbulents à l'avenir.

### L'or et le bitcoin érigés en «valeurs refuge»?

*L'or.* Nous déconseillons de détenir une allocation à long terme à l'or dans nos allocations d'actifs stratégiques, estimant que le potentiel de rendement du métal jaune à long terme ne compense pas sa volatilité. Toutefois, dans un monde qui s'inquiète des déficits budgétaires américains élevés et qui continuent d'augmenter, l'or pourrait être détenu à titre d'assurance, notamment au cas où le dollar et les bons du Trésor américain ne rempliraient plus leur rôle traditionnel de valeurs refuge. D'ordinaire, les cours de l'or affichent une corrélation négative avec les rendements réels américains mais, ces dernières semaines, ils ont évolué conjointement à la hausse, ce qui nous amène à penser qu'ils n'augmentent peut-être pas *en dépit de*, mais plutôt *à cause de* la hausse des rendements réels américains, les deux trajectoires reflétant les craintes suscitées par une hausse de l'inflation et des déficits budgétaires aux Etats-Unis. A noter également que la corrélation entre l'or et les points morts de l'inflation américaine à deux ans est à son plus haut niveau depuis plus de deux ans.

*Le bitcoin.* Bien que le nombre de questions qui nous ont été posées sur le bitcoin ait diminué depuis le début de l'année (ce nombre fluctue parallèlement au cours du bitcoin), je sais que certains l'envisageaient comme une «valeur refuge», du fait qu'il n'est pas rattaché au système financier. Nous sommes cependant d'avis qu'il ne peut en aucun cas jouer ce rôle. Sa volatilité est plus de dix fois supérieure à celle des actions et sa corrélation est quasiment nulle mais pas négative, ce qui signifie qu'il ne faut pas compter sur une augmentation du bitcoin quand les marchés baissent.



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

Suivez  
Mark Haefele  
sur LinkedIn  
et Twitter



 [linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

 [twitter.com/UBS\\_CIO](https://twitter.com/UBS_CIO)

### Le point de vue de l'UBS Investor Forum

Lors de l'Investor Forum de ce mois, les participants ont débattu des perspectives des actifs à risque:

- La plupart des participants jugent les perspectives des actions positives par rapport aux obligations. Dans le segment des actions, ils sont d'avis que le solide contexte économique devrait soutenir les marchés émergents à ce stade du cycle.
- Les participants sont globalement d'accord pour dire que cette année devrait être plus volatile, ce qui n'a rien d'étonnant dans les dernières phases d'un marché haussier.
- Un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'inflation est un motif de pré-occupation croissant.



**Recherche financière générique – Information sur les risques:** les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Personal & Corporate Banking ou Wealth Management Americas, divisions d'UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, soit pour l'instrument de placement lui-même, soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier audits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Le négocié de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et, le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research). Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

**Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes:** dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Europe Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tawteer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Australie:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087). Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wächtergasse 1, A-1010 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne (Finanzmarktaufsicht, FMA), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tawteer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahrein:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Brazil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubai, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. Ce document est destiné uniquement à la clientèle professionnelle. UBS AG Dubai Branch est régie par le DFSA dans le DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG n'est pas autorisée à fournir des services bancaires dans les Emirats arabes unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni n'est agréée par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats Arabes Unis. Le bureau de représentation d'UBS SA à Abu Dhabi est agréé par la Banque centrale des Emirats arabes unis à faire office de bureau de représentation. **Danemark:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit danois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Danemark, enregistré auprès de l'Agence danoise du commerce et des sociétés, sous le numéro 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'Autorité fédérale danoise de surveillance financière (DFS) (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Espagne:** la présente publication est distribuée à ses clients par UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle Maria de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entité surveillée par Banco de España et la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constituée sous la forme d'une Societas Europaea autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis à tout ressortissant américain ou au personnel UBS basé aux Etats-Unis. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale d'UBS AG. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125 726 944 euros, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **Israël:** UBS Switzerland AG est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 – 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par la «Consob». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, l'établissement principal de Jersey Branch est situé à 1, IFC Jersey, Saint-Hélier, Jersey, JE2 3BX. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. La présente publication ou documentation vous est fournie, car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnisiez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de, ou en rapport avec, votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par vous en conséquence de, ou en rapport avec, votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Europe SE, Netherlands Branch, une filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» pour la fourniture de services financiers et surveillée par la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) des Pays-Bas, à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Ce document est distribué à des fins de marketing. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority – PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority – FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée à ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects. **Thaïlande:** Ce document vous a été fourni en réponse à une demande que vous ou des personnes habilitées à agir en votre nom avez faite à UBS. Si vous avez reçu le document par erreur, UBS vous prie de bien vouloir supprimer l'e-mail et de l'en informer immédiatement. Il se peut que le document n'ait pas été examiné, approuvé, désapprouvé ou validé par une autorité financière ou réglementaire de votre juridiction. Les investissements concernés seront soumis à des restrictions et obligations en matière de transfert, comme indiqué dans le document; en recevant ledit document, vous vous engagez à respecter pleinement ces restrictions et obligations. Nous vous conseillons d'étudier attentivement votre objectif d'investissement, votre propension au risque et votre situation personnelle au regard du risque de l'investissement et de vous assurer que vous comprenez et faites preuve de diligence et de jugement dans l'examen de ces différents éléments. Nous vous recommandons de consulter des professionnels indépendants en cas de doute.

Version 07/2017.

© UBS 2018. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.